

# 极端压力测试凸显一体化优势，炼厂现金牛特征显著

## 恒力石化 (600346)

### 事件

公司发布 2020 年中报，2020H1 实现营收 674 亿元，同比增长 59.1%；实现归母净利润 55.2 亿元，同比增长 37.2%；实现基本每股收益 0.79 元，上半年加权 ROE 为 14.3%。2020Q2 实现营收 376 亿元，环比增长 26.3%，归母净利润 33.7 亿元，环比增长 57.4%。

### 简评

极端压力测试下，一体化优势尽显。2020H1 受到疫情影响，下游需求萎靡不振，聚酯产业链各环节持续累库，价差大幅收窄。而公司业绩继续保持迅猛增长，2020H1 公司实现营收 674 亿元，同比增长 59.1%，得益于炼厂满产以及 PTA 装置投产，成品油、化工品、PTA 销量分别为 161、731、437 万吨，同比增长 259%、223%、49%，产销量提升带来业绩增量，2020H1 公司实现归母净利润 55.2 亿元，同比增长 37.2%，其中恒力炼化实现净利润 46.2 亿元，同比增长 239%，贡献公司 83.7% 的净利润。下游 PTA-聚酯板块，恒力石化（大连）、恒力化纤分别实现净利润 4.34、0.70 亿元，同比下滑 76.3%、89.3%。在 PTA-聚酯产业链遭受重创的局面下，公司一体化优势尽显无疑。

炼厂现金牛特征显著，下半年业绩值得期待。凭借规模效应、工艺优势、港口码头罐区等配套齐全以及高加氢比例以及煤制氢带来的低用氢成本，恒力炼厂具备显著的超额收益，2020H1 在油价暴跌的不利局面下，恒力炼化净利润环比 2019H2 仅微跌 1.0%，同比增长 239%，公司经营活动现金流净额达到 182 亿元，同比大增 47%，炼厂现金牛特征显著。展望下半年，两点原因使得业绩值得期待：①**乙烯装置**于 2020 年 7 月转固，下半年开始释放业绩。恒力乙烯 150 万吨装置规模为国内最大，乙烯收率 48%、双烯收率 60%，均为国内最高，能够将低附加值的炼厂干气、LPG 吃干榨尽，转化为高附加值的乙烯下游产品，大幅增厚业绩；②**油价在经历暴跌后开始进入温和上升通道**，高价库存原油消耗殆尽，对于炼化企业形成利好。公司二期罐区已于 6 月底投入使用，现有原油储备能力 600 万吨，上半年大量采购的低价原油有助于公司锁定低成本，进一步提高炼厂盈利能力。

**维持**
**买入**
**邓胜**

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

**郑勇**

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号：S1440518100005

发布日期：2020 年 08 月 13 日

当前股价：19.06 元

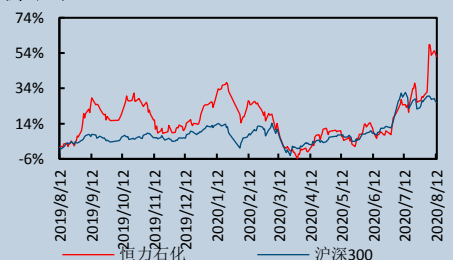
目标价格 6 个月：26.3 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
22.02/24.24	38.5/21.14	59.56/31.65
12 月最高/最低价 (元)		20.85/11.94
总股本 (万股)		703,909.98
流通 A 股 (万股)		463,193.56
总市值 (亿元)		1,341.65
流通市值 (亿元)		882.85
近 3 月日均成交量 (万)		4,030.26
主要股东		
恒力集团有限公司		29.84%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投化学纤维】恒力石化 (600346):2019 年业绩同比增长 202%,ROE 高达 31.8%

**PTA 投产巩固龙头地位，高端聚酯双向拓展进军可降解塑料领域。**公司 PTA-4 号线于 5 月转固，PTA-5 号线于 6 月投料试车，预计将于下半年投产，届时公司 PTA 产能将达到 1160 万吨，权益产能全球最大，进一步巩固龙头地位。2020-2021 年预计有 1790 万吨 PTA 产能迎来投放，依靠英威达 P8 的先进工艺以及 PX 管道运输节省中间环节费用，公司 PTA 竞争优势显著，有望在新一轮扩产周期中挤出行业落后产能，巩固龙头地位。在聚酯端，公司一方面拓展现有产品产能，另一方面布局新产品，不断完善高端聚酯布局。公司现有在建/拟建项目包括 135 万吨民用长丝、20 万吨工业丝、12 万吨 BOPET 薄膜、3.3 万吨 PBAT 等项目，其中 2020H1 投产了 20 万吨涤纶 POY 产能，预计下半年将投产 60 万吨 DTY 以及 POY 产能，20 万吨工业丝项目也已处于投料调试阶段，下半年将迎来投产。公司在高端聚酯领域持续发力，完善布局功能差异化的新材料消费需求，兼具产能规模效应和技术研发领先的综合竞争优势。此外，公司进军可降解塑料领域，预计于下半年投产 3.3 万吨 PBAT 可降解塑料产能，凭借在聚酯端的数十年沉淀，有望打入未来空间巨大的可降解塑料市场。

**盈利预测与估值：**我们维持此前的盈利预测，预计 2020 年、2021 年和 2022 年归母净利润分别为 132、154 和 182 亿元，EPS 分别为 1.87 元、2.19 元和 2.59 元，对应 PE 分别为 10.2X、8.7X 和 7.4X，基于 2021 年盈利预测给予 12 倍估值，目标价 26.3 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原油价格剧烈波动；全球经济下行。

**图表1： 预测和比率**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	60,067.26	100,782.37	120,846.39	154,780.34	169,420.06
主营收入增长率	169.51%	26.51%	19.91%	28.08%	9.46%
EBITDA（百万元）	7,389.30	20,524.44	29,399.74	35,508.75	41,373.72
EBITDA 增长率	115.86%	177.76%	43.24%	20.78%	16.52%
净利润（百万元）	3,322.61	10,025.18	13,178.27	15,418.15	18,201.38
净利润增长率	93.25%	201.73%	31.45%	17.00%	18.05%
ROE	12.04%	27.59%	28.12%	27.11%	26.49%
EPS（元）	0.68	1.44	1.87	2.19	2.59
P/E	20.37	9.62	10.18	8.70	7.37
P/B	2.54	2.68	2.86	2.36	1.95
EV/EBITDA	16.68	8.95	6.22	4.59	3.38

资料来源：Wind，中信建投

**图表2： 恒力石化炼化产品历史价差**

单位	上游价差		C2		C3		C4		芳烃	
	炼油价差	石脑油裂解价差	乙烯-石脑油	HDPE-乙烯	MEG-乙烯	PP-丙烯	丁二烯-C4	纯苯-石脑油	苯乙烯-纯苯-乙烯	PX-石脑油
15Q1	1321	90	483	2283	1782	1906	1084	1590	1421	338
15Q2	1179	209	811	981	1376	2578	2803	1687	2961	367
15Q3	1177	136	565	2978	1493	2356	2935	1499	2566	361
15Q4	1459	98	563	1773	237	3354	1264	1221	1795	348
16Q1	1507	218	676	751	302	2743	2600	1928	1971	402
16Q2	872	216	738	434	(157)	2263	4586	1942	1539	396
16Q3	760	263	749	333	(157)	2131	5379	2150	1619	416
16Q4	1111	207	618	1519	1141	2437	9884	2689	2085	365
17Q1	980	293	721	1123	1513	2015	16394	3763	1674	391
17Q2	1013	198	643	1897	1020	1695	4719	2834	1599	370
17Q3	950	213	690	1233	1901	1352	5659	2543	2807	357
17Q4	1132	166	732	313	1356	1365	3749	2171	2190	317
18Q1	1040	200	754	773	1725	1465	4994	2412	2288	380
18Q2	893	143	687	1048	1506	1572	5884	1443	3545	343
18Q3	1073	140	694	337	1105	1911	6787	1600	3202	509
18Q4	1225	69	428	2476	1547	2264	4641	1342	2464	575
19Q1	896	106	533	1036	172	2229	4566	714	2159	558
19Q2	672	41	387	1563	172	2265	3347	320	2832	369
19Q3	1039	90	371	1631	494	1256	5257	1471	2473	321
19Q4	1095	(49)	225	1941	1233	2169	4425	1303	1439	262
20Q1	1389	30	280	1567	1011	1869	2608	1720	738	267
20Q2	1601	95	310	2685	680	1885	475	1196	1251	227

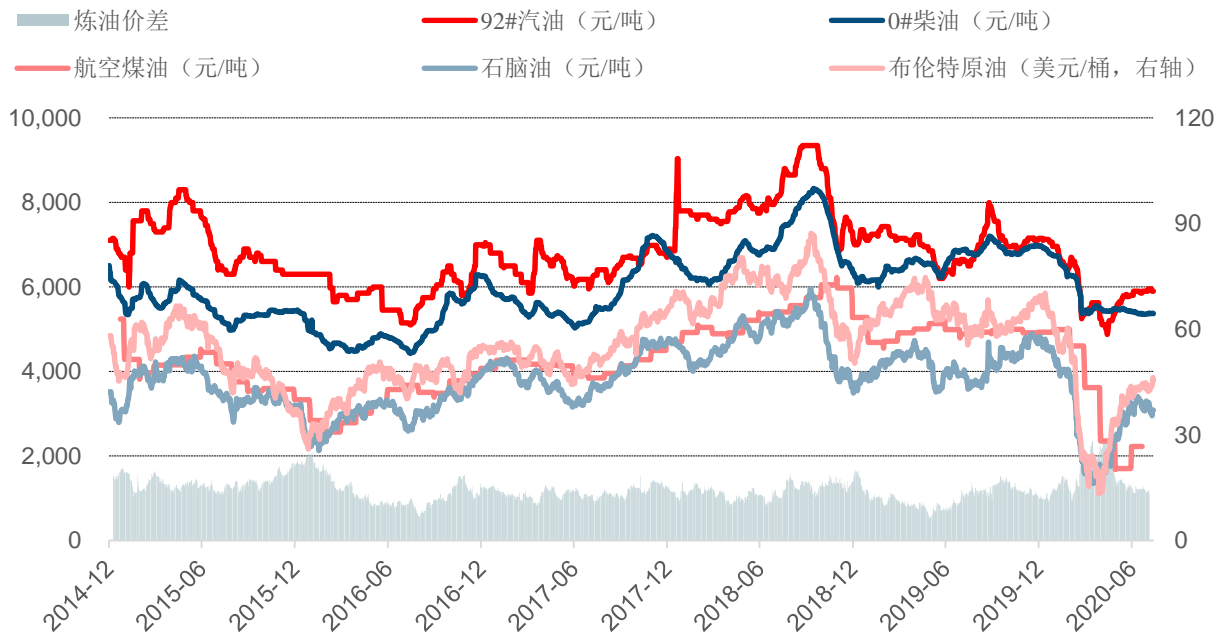
资料来源: Wind, 中信建投

**图表3： 长丝产业链价格及价差**

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
石脑油 (美元/吨)	587	652	671	571	523	543	496	566	452	276
PX (美元/吨)	963	984	1,171	1,135	1,078	914	816	801	706	495
PX-石脑油价差 (元/吨)	2,856	2,509	4,025	4,614	4,426	2,924	2,588	1,911	2,047	1,785
PTA (元/吨)	5,711	5,664	7,563	6,794	6,455	6,162	5,533	4,862	4,198	3,400
PTA 价差 (元/吨)	886	759	1,343	661	776	1,415	1,177	571	447	731
MEG (元/吨)	7,673	7,435	7,547	6,249	5,086	4,461	4,608	4,847	4,354	3,468
涤纶长丝 POY (元/吨)	8,809	9,123	10,830	9,326	8,519	8,238	7,951	7,038	6,653	5,282
涤纶长丝 POY 价差 (元/吨)	1,289	1,724	1,760	1,359	1,238	1,421	1,626	1,209	1,563	1,180
涤纶长丝 FDY (元/吨)	9,255	9,581	10,862	9,774	9,373	8,704	8,107	7,212	7,028	5,841
涤纶长丝 FDY 价差 (元/吨)	1,735	2,183	1,791	1,807	2,092	1,888	1,782	1,383	1,938	1,738
涤纶长丝 DTY (元/吨)	10,261	10,735	12,192	11,132	10,353	9,837	9,300	8,679	8,357	6,883
涤纶长丝 DTY 价差 (元/吨)	2,741	3,336	3,122	3,165	3,072	3,021	2,974	2,850	3,266	2,780
美元兑人民币汇率	6.89	6.86	6.67	6.61	6.36	6.38	6.80	6.92	6.75	6.83

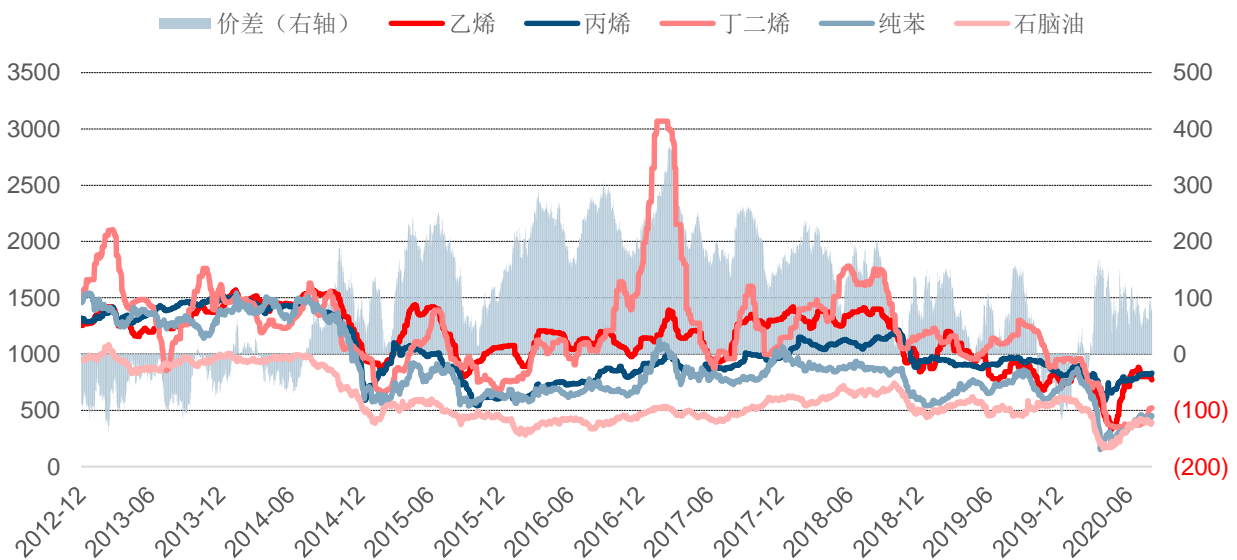
资料来源: Wind, 中信建投

图表4：国内炼油主要产品价差



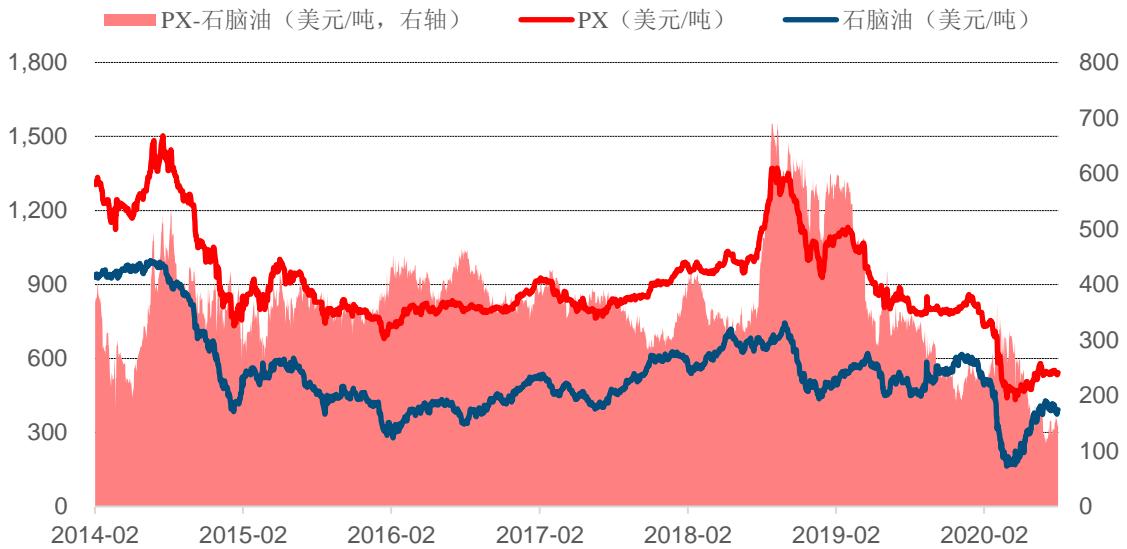
资料来源: Wind, 中信建投

图表5：石脑油裂解价差 (单位：美元/吨)



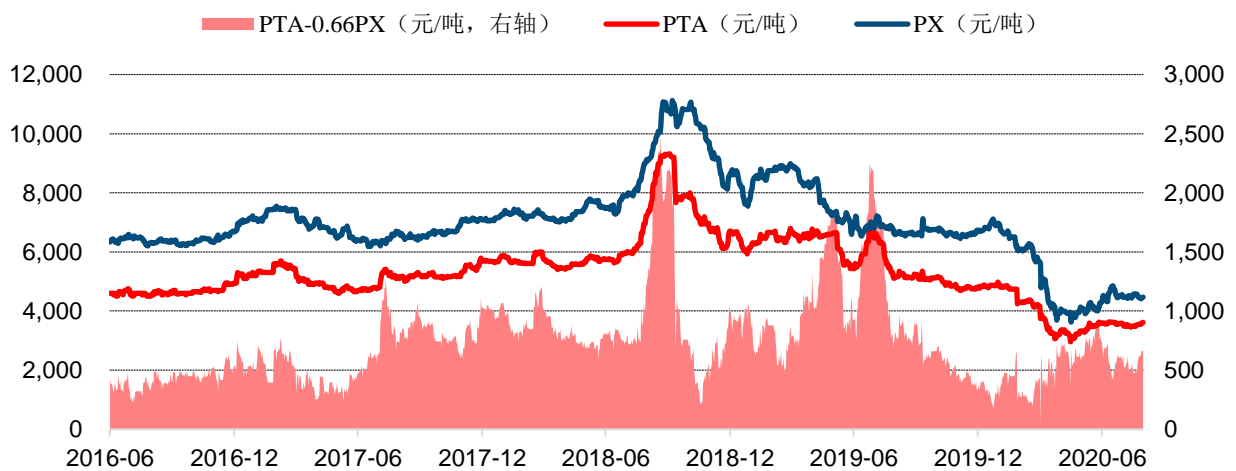
资料来源: Wind, 中信建投

图表6: PX 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

图表7: PTA 价格及价差变动



资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**化工行业分析师，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，5 年化工行业经验，从产业视角做研究找化工投资机会，18-19 年连续两年万得金牌分析师第一名团队核心成员。

**郑勇：**北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话:(8610) 8513-0588  
联系人:李星星  
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室  
电话:(8621) 6882-1612  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:陈培楷  
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk